

疫情冲击效应在 4 月全面体现，后续稳增长政策将进一步发力

——2022 年 4 月宏观数据点评

首席宏观分析师 王青 高级分析师 冯琳

事件：4 月规模以上工业增加值同比实际下降 2.9%，增速较上月下滑 7.9 个百分点；4 月社会消费品零售总额同比下降 11.1%，降幅较上月扩大 7.6 个百分点；1-4 月全国固定资产投资同比增长 6.8%，增速较前值下滑 2.5 个百分点。

一、工业生产：疫情扰动充分体现，4 月工业生产大幅减速。4 月工业增加值同比下降 2.9%，增速较前值下滑 7.9 个百分点，自 2020 年一季度之后再度罕见的落入负增区间。4 月上海仍处封锁状态，同时国内疫情扩散到更多省市，疫情扰动是工业生产大幅减速的主要原因。疫情对工业生产的直接影响体现在，疫情防控造成的局部停工停产、交通物流和供应链受阻对工业生产的负面干扰较 3 月有了更为充分的体现；间接影响体现在疫情对终端消费的抑制令企业需求预期进一步减弱，再加上不少企业还面临着上游涨价带来的成本压力，“市场预期不振+成本上涨”令企业对短期出货和盈利情况缺乏信心，从而抑制其生产备货意愿。

另外值得一提的是，伴随境外产业链逐步修复，我国出口的贸易替代效应相应减弱。特别是近期越南等东南亚国家疫情缓解，出口快速修复，其中，越南 4 月出口同比增速高达 25%。这意味着近期我国出口订单外流有所加剧。数据显示，4 月我国工业企业出口交货值同比下降 1.9%，增速较上月下滑 12.7 个百分点。因此，外需下滑对工业生产也产生抑制效应。

4 月三大门类工业增加值增速全面下滑。其中，采矿业增加值增速相对稳健，当月同比从上月的 12.2% 降至 9.5%，仍处较快增长水平，这与近期能源等大宗商品价格持续高位运行相关；而占工业九成的制造业增加值增速下滑幅度最大，从上月的 4.4% 降至 -4.6%，显示疫情干扰和需求收缩对制造业生产的冲击最为剧烈。制造业细分行业中，尤其值得关注的是汽车产业链，由于本轮疫情较为严重的上海和吉林均为汽车生产重镇，近期汽车产业链经历严峻考验——4 月汽车制造业增加值同比下降 31.8%，降幅较 3 月扩大 30.8 个百分点，对制造业生产整体表现产生较大拖累。

我们预计，随上海、吉林等地疫情好转，复工复产稳步推进，5 月疫情对工业生产的扰动会有所缓和，再加上投资稳增长进一步发力，可能会对工程建设配套的机械设备、建材、金属等的需求和生产带来一定提振，因此，5 月工业增加值同比有望恢复正增。不过，考虑到 5 月以来国内疫情仍处高位运行状态，

复工复产进程将会循序渐进，在加上“市场预期不振+成本上涨压力+出口订单外流”短期内难以逆转，5月工业生产仍将处于相对弱势的状态，预计工业增加值当月同比增速仅将恢复到2%左右。

二、消费：疫情冲击效应在4月进一步发酵。4月社零同比下降11.1%，降幅较3月扩大7.6个百分点，服务业生产指数（同时也代表服务消费）同比降幅也从上月的-0.9%扩大至-6.1%。主要原因在于，4月国内疫情高位运行，全国范围内疫情防控进一步升级，对消费的负面影响深度发酵——不仅密接型服务业和线下消费严重受阻，疫情防控导致的物流不畅也令网上消费受到限制。在疫情冲击下，4月餐饮收入同比下降22.7%，降幅较上月扩大6.3个百分点；商品零售额同比下降9.7%，降幅较上月扩大7.6个百分点，其中，实物商品网上零售额同比下降1.0%，增速较上月下滑3.7个百分点。

具体看商品消费，4月限额以上各类别商品零售额增速全面下滑，其中，汽车、珠宝、化妆品、通讯器材、服装等可选消费品零售额都处在同比降幅超过20%的深度收缩状态，而粮油食品、饮料、中西药品等必需品零售额增速仍保持正增，符合疫情冲击的一般规律。其中值得关注的是，伴随疫情对汽车产业链的扰动加深，4月在社零中占比约10%的汽车零售额同比降幅从上月的-7.5%扩大至-31.6%，对社零整体增速拖累明显；4月交通出行受到疫情阻碍，但石油及制品类零售额仍录得4.7%的同比正增（前值为10.5%），与近期成品油价格调升有关；另外，4月房地产市场进一步降温，家电、家具、建筑装潢材料等涉房消费品零售额同比增速也在负增区间进一步下探。

展望后续，5月以来，尽管上海、吉林等地疫情好转，但全国范围看疫情仍处高位运行状态，尤其是北京疫情有所升级、管控明显收紧，预计疫情扰动带来的消费偏弱现象还将延续，5月社零同比仍将处于负增状态。我们判断，消费偏弱已是近期宏观经济中的一个明显特征，本轮疫情不过在短期内又形成了一个消费缺口。疫情过后，消费数据恢复正增长没有悬念，而着眼于保持宏观经济良性循环，消费增速偏低现象将受到进一步重视。可以看到，近期促消费政策频出，但未来需要重点解决疫情冲击下居民收入增速下滑带来的消费能力不足问题。我们预测，接下来财政政策在促消费方面的支持力度有可能显著加大，不排除在全国范围内向低收入群体定向发放消费券的可能。

三、投资：1-4月房地产投资累计同比转入负增长，带动投资增速下滑，后续投资稳增长动能有望增强。1-4月全国固定资产投资（不含农户）同比增长6.8%，增速较前值下滑2.5个百分点，但仍明显高于去年全年4.9%的增长水平，显示投资正在成为当前稳定宏观经济大盘的关键力量。1-4月投资增速较1-3月下行有三个原因：一是以两年平均增速衡量，上年同期基数抬高1个百分点；二是受楼市处于寒潮期、房企资金来源大幅负增长等因素影响，1-4月房地产投资同比由升转降，降幅为-2.7%，较前值下滑3.4个百分点，对整体固定资产投资拖累效应加大。最后，尽管资金来源充足，但受疫情管控措施

升级影响，1-4月基建投资（不含电力）同比增速为6.5%，虽然实际增长强度明显高于上年，但增速也较前值下滑2个百分点。最后，受上年基数抬高影响，1-4月制造业投资同比增速也有所下滑，但继续保持两位数高增，成为推动当前投资稳增长的关键因素。背后是近两年政策面对制造业转型升级、着力解决“卡脖子”问题支持力度很大，制造业中长期贷款保持高增。

我们判断，本轮疫情最严峻时期已经过去，短期内基建投资增速有望反弹至两位数附近，制造业投资将保持高增势头，唯有楼市低迷背景下，房地产投资增速还有进一步下滑的可能。以上因素对冲，我们预计1-5月固定资产投资增速将出现小幅反弹，继续在稳定宏观经济大盘中发挥中流砥柱作用。

四、4月城镇调查失业率升至历史高位附近，未来逆周期调控政策有望全面发力。4月城镇调查失业率为6.1%，较上月提高0.3个百分点，已明显高于今年5.5%的控制目标，仅次于2020年2月6.2%的历史最高值，凸显本轮疫情冲击烈度确实较大。值得注意的是，即使扣除疫情影响，该指标自去年四季度以来也呈持续上升势头，折射出经济下行压力增大的现实。我们预计，考虑到就业指标具有滞后性，短期内城镇调查失业率仍有可能继续高于控制目标，整个二季度就业压力都会比较明显。

3月两会高层明确表示，“今年我们加大宏观政策实施力度，财政货币政策要围绕实现就业目标来展开，所以我们强调就业优先也是宏观政策，其他政策要配套，为实现就业目标努力”。由此我们预计，二季度宏观政策逆周期调控有望继续加码，其中作为增量政策工具的一部分，不排除增发特别国债的可能，货币政策方面除了支小再贷款规模扩大、首套房房贷利率下限下调等定向措施外，也有全面降息降准的空间。

我们判断，年内国内通胀整体温和可控，人民币汇率弹性空间较大，海外金融环境收紧不会对国内货币政策边际宽松形成实质性掣肘。在宏观政策加大调控力度背景下，经过二季度的经济增速低谷后——我们预计二季度GDP同比有可能降至2.0%左右，下半年经济增长动能有望趋势性转强。

权利及免责声明:

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。